

航空公司 | 星宇航空 (2646 TT ; 未評等)

華麗新生，高成長營運可期

交易資料表

市值	NT\$79,970 百萬元
三個月平均日成交值	NT\$129 百萬元
外資持股比率	0.11%
董監事持股比率	64.67%
股價淨值比 (2023A)	5.95倍

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022	2023	1H24
營業收入	3,362	22,472	16,333
EPS (元)	(3.47)	0.08	0.39
本益比 (倍)	--	400	82
ROE (%)	(102%)	2%	5%
現金殖利率 (%)	--	--	--

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余羚華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 星宇航空著眼台灣精品航空市場缺口，提供高質感服務與市場做出差異化行銷，第一階段預期機隊可自 2025 年 33 架拓展至 2029 年 53 架。

◆ 1H24 國籍客運星宇航空市佔率年增 0.4 個百分點至 7.1%，市佔第三，持續擴增機隊及航點，有望推升 2025 年營收及獲利皆年增雙位數。

◆ 研究中心認為星宇航空合理本淨比評價有望優於同業平均(1.5-1.8 倍)，主要考量星宇營運處於成長期，近年積極擴張機隊，同業雖有新機挹注，主要是為汰舊換新，航線擴增帶動營運成長無虞。

持續搶佔航空客、貨運市場，市佔率持續提升

星宇航空著眼台灣精品航空市場缺口，鎖定高收益商務及旅遊客群，提供高質感服務與市場做出差異化行銷，主要提供航空客運及貨運服務，飛航航點主要分布在東南亞、東北亞及美西航線，1M-8M24 客運營收佔比：東北亞 50%、美國 21%、東南亞 25%、港澳 4%，建立軸幅式航網。星宇航空機隊目前以客機為主，共 23 架，預計 2024 年底將增加至 26 架，第一階段購機計劃，預期機隊可拓展至 2029 年 53 架。1H24 星宇航空台灣航空客運/貨運市佔率達 7%/1.5%，為台灣客運第三大業者。

機隊擴張，使營收、獲利成長動能強勁

3Q24 營收年增 58%至 95.9 億元，因公司持續擴增航線，推升營收強勁成長，受惠美國長程需求強、亞洲航點皆有 80-90%載客率，星宇 1H24 飛行架次年增 38.7%至 9,803 次，載客人次更年增 60.1%，2Q24 稅後淨利年增 94%至 2.8 億元，EPS 0.11 元，營收及獲利成長皆優於整體產業。展望 2025 年，因航空成本大漲，再加上市場需求仍強，預期高票價可延續至 2025 年，且 2025 年星宇有望交機 A350-1000，將為機隊中最大架的飛機，可飛歐洲或美東，航程逾 15 小時飛行，因公司客運收益持續成長，預期 2025 年營收/獲利可維持雙位數成長。

星宇後市營運成長動能強，評價有望優於同業

星宇航空股價目前交易於 2024/25 年預估每股淨值 2.7-3 倍本淨比評價，同業本淨比評價區間為 1.5-1.8 倍，研究中心認為星宇航空合理本淨比評價有望優於同業平均主要考量 1) 星宇目前營運規模仍處於成長期，近年仍會積極擴張機隊，同業長榮航、華航雖有新機挹注，主要是為汰舊換新，星宇新機交機後，航線將擴張至歐洲及美東，支撐 2024-26 年營收/獲利將維持雙位數成長；2) 星宇航空疫後持續搶佔市場，客運市佔率已達 7%，達成國籍航空市場第三大。

營運分析

公司市佔率持續提升，東北亞為主力航線

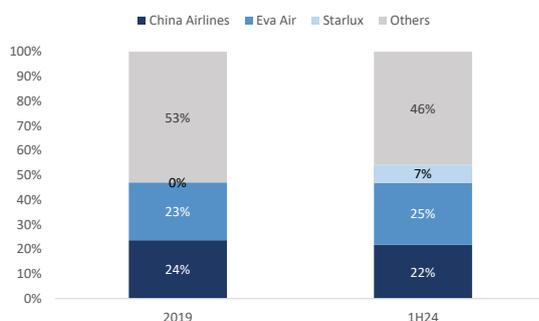
星宇航空成立於 2018 年，主要提供航空客運及貨運服務，飛航航點主要分布在東南亞及東北亞，2023 年新增美國洛杉磯和舊金山長程航線，建立軸幅式航網，搶食國際轉機及高收益的商務市場。星宇航空機隊目前以客機為主，共 23 架，預計 2024 年底將增加至 26 架。1H24 星宇航空台灣航空客運/貨運市佔率達 7%/1.5%，為台灣客運第三大業者。

圖 1：星宇航空發展歷程



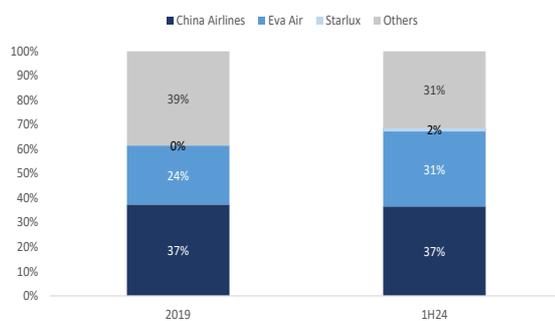
資料來源：公司資料

圖 2：星宇航空台灣航空客運市佔率達 7%



資料來源：民航局、元大投顧

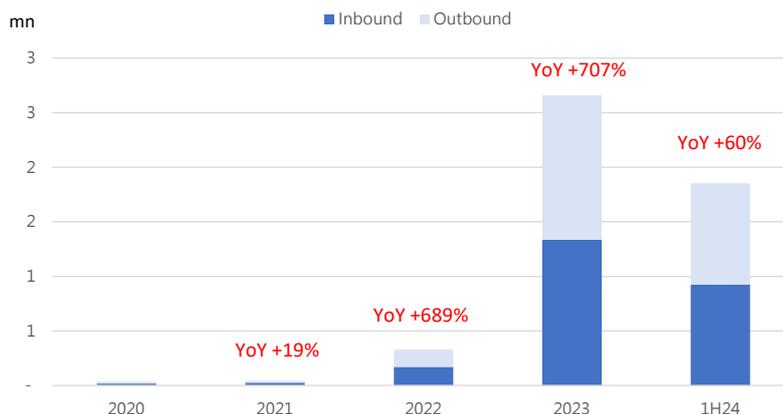
圖 3：星宇航空台灣航空貨運市佔率 1.5%



資料來源：民航局、元大投顧

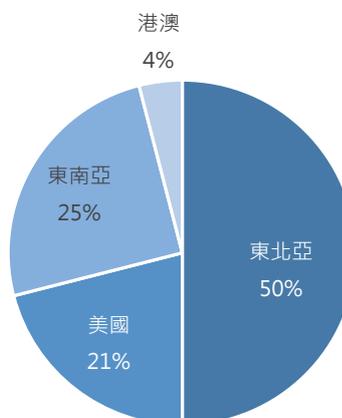
星宇航空 1H24 載客人次達 185 萬人(年增 60.1%)，航班載客率達 82.7%，略優於整體產業平均 82.3%，國籍客運市佔率年增 0.4 個百分點至 7.1%，成為台灣國籍航空市佔第三，同業長榮航市佔率 25.3%、華航 21.8%，星宇市佔率隨著航班持續增班成長，疫後票價維持高檔，雖未來不排除票價下降，但產品區隔性有機會維持票價，視市場供需反映，目前日本線機票價格最抗跌，1M-8M24 客運營收佔比：東北亞 50%、美國 21%、東南亞 25%、港澳 4%。

圖 4：星宇載客數呈倍數增長



資料來源：民航局、元大投顧預估

圖 5：星宇航空 1M-8M24 客運營收占比



資料來源：公司資料、元大投顧預估

持續引進空巴飛機，預期 2024 年底共有 26 架飛機

截至 8M24，星宇機隊共有 24 架飛機，13 架 A321NEO/5 架 A330NEO/6 架 A350-900，預計到 2024 年底機隊將成長到 26 架，之前預訂 A350-900/A350-1000 尚未交機，2025 年有望交機 A350-1000，若順利交機，可擴增航點到美國東岸和歐洲；公司對機隊規劃，第一階段機隊規劃到 53 架，預計交機到 2029 年，未來將引進 5 架 A350 純貨機(預計 2027-2029 年交機)、A350 客機 18 架，A321NEO 客機將由目前 13 架增加 6 架至 19 架，A330NEO 將由目前 5 架增加 6 架至 11 架。

圖 6：星宇航空機隊規劃

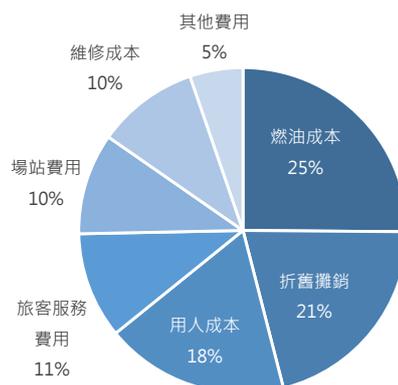
	8M24	2024	2025	2026	2029
A321neo	13	13	13	19	19
A330neo	5	5	8	11	11
A350-900	6	8	10	10	10
A350-1000	-	-	2	7	8
A350 Freighter	-	-	-	-	5
Total	24	26	33	47	53

資料來源：公司資料、元大投顧預估

星宇飛機較新，燃油效率高、節省用油

星宇航空成本費用比重：1H24 燃油費用佔 25%、人事 18%、場站 10%、旅客服務 10.5% (包含機上餐飲)、維修 10%、折舊攤銷其他費用 26% (折攤 20.8%)。固定成本(包括折舊、維修及人事成本等)約佔 5 成，折舊費用主要為飛航設備，飛機機身及發動機耐用年限為 20 年，變動成本則主要為燃油成本，佔總成本約 25%，因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，燃油成本相對變化較大，且為主要的成本費用，影響獲利較大，然星宇航空因飛機皆較新，機齡皆在 5 年以下，新飛機燃油效率高，使星宇燃油成本佔比僅 25% 相較同業低(>30%)。

圖 7：變動成本燃油佔成本比僅 25%，低於同業 30%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

公司股權集中度高，主要大股東持股約 64%

星宇航空由創辦人張國煒在 2018 年創立，張國煒是長榮集團創辦人張榮發的四子，在長榮集團一路從基層做到總經理，曾在長榮航太維修飛機，並陸續考取各式飛機駕照，逐步升遷至高階主管，曾擔任過長榮航空、長榮海運等多家子公司的經理、董事長、總經理等職務，航空業經歷豐富，更是全台第一個，擁有波音 777 機師與維修證照的航空公司董事長。總經理翟健華是張國煒在長榮航空時期倚重的戰將，曾任長榮航空企劃副總，於 1992 年就進入長榮航空服務，資歷豐富。公司股權集中度高，張國煒透過星宇投資及星威投資開發持有星宇航空股份 64.32%。

圖 8：星宇航空前十大股東

股東名稱	持股比例
星宇投資	32.16%
星威投資	32.16%
張國明	1.60%
明威開發	0.93%
三立投資	0.72%
宇恆	0.57%
達樂投資開發	0.43%
第一金證券造市專戶	0.41%
能率亞洲資本	0.41%
臺企一號創投	0.38%

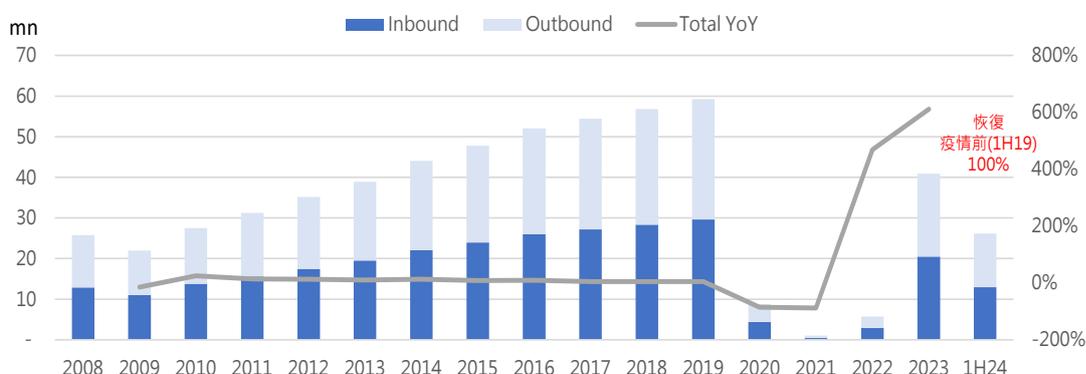
資料來源：公司資料、元大投顧預估

疫後客運需求迅速回升，1H24 已恢復至疫情前水準

國人瘋出國，疫情前台灣國際及兩岸出入境旅客人次在 2019 年達高峰 3,196 萬人次，然在 COVID-19 疫情下各國施行出入境管制、邊境封鎖，使得疫情期間客運量大幅滑落，2021 年出入境旅客僅剩 55 萬人次(年減 89%)。

10M22 起台灣解除邊境管制，疫情期間禁足在台灣三年的國人，在疫後湧現出國熱潮，帶動 2022 年出入境旅客人數迅速回升至 419 萬人(年增 656%)，2023 年出境旅遊熱潮延續，報復性旅遊帶動台灣出入境旅遊人次恢復至疫情前 2019 年 81%；以 1H24 出入境人數達 1,579 萬人、已恢復至疫情前同期(1H19)之 100%，IATA 預估客運營收 2024 年有望年增 15.2%，以近 20 年長期趨勢來看，客運需求每年成長 3.8%，研究中心預期 2024/25 年台灣出入境人次有望優於 2019 年 3-5%/8-10%。

圖 9：1H24 出入境人流已快速回升至疫情前水準



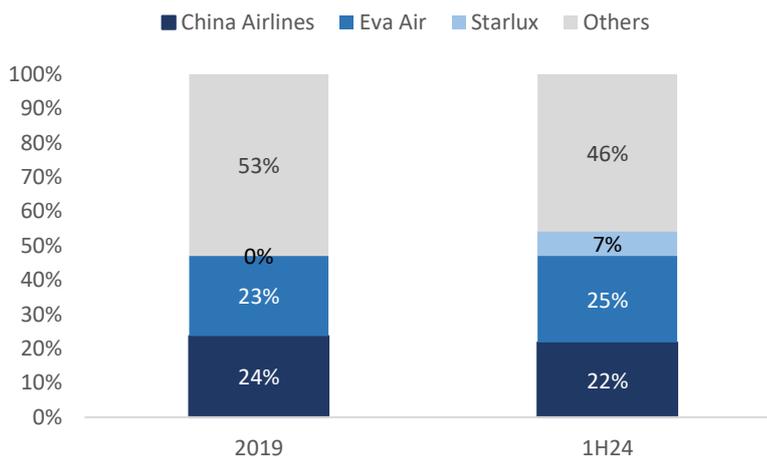
資料來源：民航局、元大投顧

長榮航逆襲，疫後客運攻佔市場第一

2011 年我國簽訂開放天空協定後，廉價航空加入台灣市場，帶動航空運能逐年增加，目前在台營運的航空公司家數達 86 家，因廉航加入市場競爭，使國籍航空市佔率逐年下降，2012 年國籍航空市佔率約 59.1%，2019 年已降至 53.9%，疫情期間各國邊境封鎖下，全球航班數縮減，疫後復甦較慢，使國籍市佔率跳升，1H24 國籍航空市佔率約 60.4%，顯示各國際航空公司在台運行航班恢復較慢。

華航及長榮航為台灣兩大國籍航空，疫情前(2019年)華航客運市佔率 24%，位居台灣第一，然而受到疫情影響，再加上公司機隊汰舊換新，客機部分疫情前有 70 架，2024 年客機僅有 66 架，再加上星宇航空疫後加入，搶攻日本、東南亞及美西航點，使華航 1H24 客運市佔率直落至 22%，長榮航則因疫情前客機 79 架、目前仍有 78 架，持續升級機隊，使客運市佔率在疫後超越華航達 25%，成為國籍航空客運市佔第一，後起之秀星宇航空隨著機隊持續擴張，1H24 客運市佔率亦達 7%。

圖 10：國籍航空客運市佔率



資料來源：民航局、元大投顧

飛機製造商受限於品質及零件短缺問題，供給難恢復

波音(Boeing) 2023 年交付 396 架飛機(年增 10%)，空中巴士(Airbus)則交付 735 架(年增 8.9%)，再度拿下 2023 年全球最大飛機製造商寶座，交機量持續提升，顯示疫情後全球航空業報復性復甦，2023 年波音市佔率約為 42% (2019 年為 50%)，主要是 737 MAX 系列飛機事件重創波音營運。

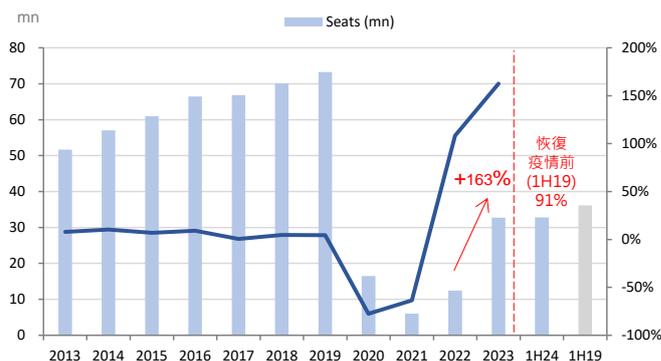
波音自從阿拉斯加航空艙門空中脫落事件(2024/01/05)，美國聯邦航空管理局加大對波音的監管，每月最多只能生產 38 架飛機，使交機量難持續成長，產量受限，2Q24 波音的交機量年減 32%，9M24 波音員工因薪資問題進行罷工，737 MAX 全面暫停生產，未來將面臨交機量再度下修的問題，而競爭對手空中巴士雖受到零件短缺問題，交機量亦衰退，但僅年減 4%，波音及空巴下修原年初預估 2024 年交機量 16.8%至共 1,242 架(年減 1.7%)，預期 2H24-1H25 飛機供給難快速恢復。

客運運能回升有限，然載客率已完全恢復

2019 年國際及兩岸航空客運可載客座位數達 7,328 萬個，受疫情影響 2021 年可載客座位數僅剩 600 萬個；2023 年邊境解封後，雖旅客人數恢復至疫情前 81%，然可載客座位數僅恢復 45%，主要是疫情期間航空公司調整機隊及部分業者退出市場；因客運需求強勁，多家航空公司航線復航，使 1H24 可載座位數已回升至疫情前 91%。

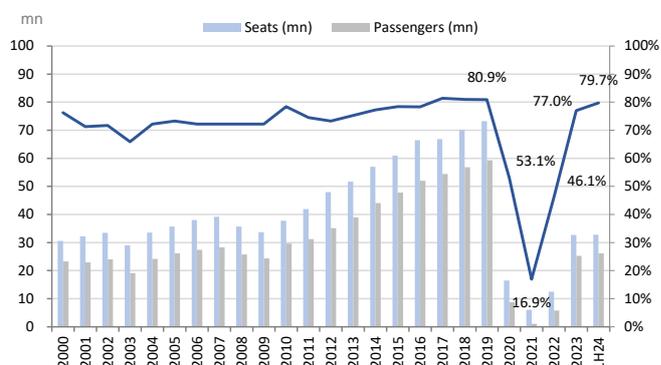
載客率方面，過往維持在約 70-80%的水準，疫情間載客率大幅下滑至 17% (2021 年)，疫後旅遊需求湧現，然航班運能有限，帶動載客率在 2023 年迅速回復至 77%，已回到疫情前水準，1H24 載客率更回升到 80%，預期 2H24-2025 年載客率可維持在 80-85%。

圖 11：1H24 客運運能回升，達疫情前水準 9 成



資料來源：民航局、元大投顧

圖 12：1H24 客運航班載客率回升至 80%



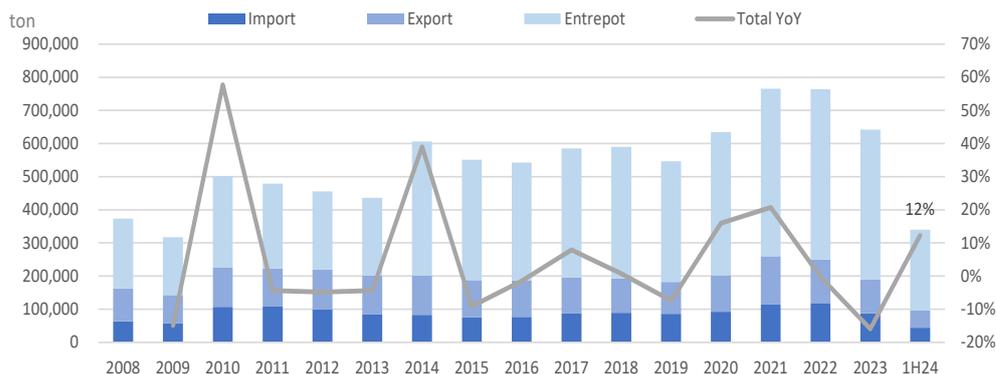
資料來源：民航局、元大投顧

貨運市場隨著經濟復甦，回歸成長軌道

航空貨運市場在 2021 年因航運塞港問題嚴峻，貨物海轉空需求強勁，帶動飛機貨運運價上升，貨運運量年增 20.5%；然在疫後 2023 年台灣總貨運量轉年減 16.4%，主要受全球經濟狀況不佳所拖累，各產業皆在去化庫存，使市場貨運需求較低。

2024 年全球經濟呈溫和復甦，有望帶動貨運市場回歸成長，電商包機及電子業出貨暢旺，6M24 起台北飛美國空運運價飆升至 230-270 元/KG (vs. 2M-3M24 價格約 150-170 元/KG)，7M24 報價更上升至 300-310 元/KG，惟 8M24 大陸電商熱度稍退，8M-9M24 運價滑落至 270-310 元/KG，然 4Q24 仍是空運旺季，有望持續推升 2024 年貨運市場成長。

圖 13：國際及兩岸航空貨運量有望回歸成長軌道

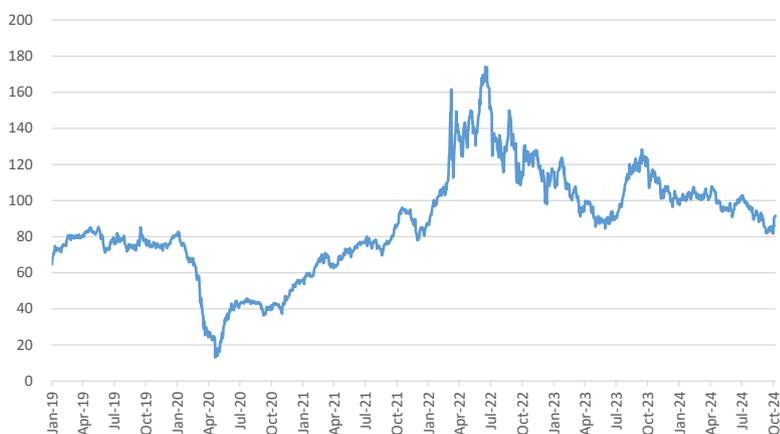


資料來源：民航局、元大投顧

供需仍有缺口、航空成本高漲，支撐高票價延續至 2025 年

疫後國人出國需求大爆發，然航空業者因人力回流、航班復飛等因素，造成供需不平衡，再加上通膨推升航空成本，尤其是人力成本及油價，1) 航空業者人事以及機場作業費用等都上漲；2) 航空用油則因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，根據 EIA 最新油價(10M24)下修預估 2025 年布蘭特原油均價將較 2024 年下降 4.1% (vs. 9M24 預估成長 1.6%)，因用油佔航空成本比逾 30%，油價走弱有助於支撐航空業 2025 年毛利率，新機交付延遲，使供給恢復慢，雖然近期油價走弱，但目前油價相對疫情前 2019 年平均油價仍高出 20-30%，高油價成本可支撐航空票價高檔，預期將維持至 2025 年。

圖 14：航空燃油成本較疫情前水準高



資料來源：WIND、元大投顧

持續擴增機隊，推升營收及獲利皆有雙位數成長

3Q24 營收年增 58%至 95.9 億元，因公司持續擴增航線，推升營收強勁成長，受惠美國長程需求強、亞洲航點皆有 80-90%載客率，星宇 1H24 飛行架次年增 38.7%至 9,803 次，載客人次更年增 60.1%，2Q24 毛利率 18.8% (年減 1.6ppt)，主要是 2Q24 航空燃油(SIN JET FUEL)年增 7.6%至 99USD/BBL，燃油成本大概佔星宇成本佔比 25%所影響，營業利益年增 359%至 5.4 億元，主要是航班數增加，攤銷掉固定費用，使營業利益率年增 4.4ppt至 6.5%，稅後淨利年增 94%至 2.8 億元，EPS 0.11 元，營收及獲利成長皆優於整體產業。

展望 2025 年，因航空成本大漲，再加上市場需求仍強，新機交機時程推延，使多家航空公司航點復飛不易，預期高票價可延續至 2025 年，且 2025 年星宇有望交機 A350-1000，將為機隊中最大架的飛機，可飛歐洲或美東，航程逾 15 小時飛行，預期 2025 年營收年增雙位數，高航空成本再加上通膨因素，預期人力成本及其他成本費用仍會持續上升，然因公司客運收益持續成長，預期 2025 年獲利可維持雙位數成長。

星宇航股價目前交易於 2024/25 年預估每股淨值 2.7-3 倍本淨比評價，同業本淨比評價區間為 1.5-1.8 倍，研究中心認為星宇航合理本淨比評價有望優於同業平均主要考量 1) 星宇目前營運規模仍處於成長期，近年仍會積極擴張機隊，同業長榮航、華航雖有新機挹注，主要是為汰舊換新，星宇新機交機後，航線將擴張至歐洲及美東，支撐 2024-26 年營收/獲利將維持雙位數成長；2) 星宇航疫後持續搶佔市場，客運市佔率已達 7%、達成國籍航空市場第三大。

圖 15：同業評價比較表

公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比 (倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
				2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
國內同業												
長榮航	2618 TT	37.55	6,303	4.01	3.69	3.19	9.4	10.2	11.8	199.3	(8.0)	(13.6)
中華航空	2610 TT	22.15	4,112	1.13	1.88	1.02	19.6	11.8	21.7	-	66.4	(45.7)
台灣虎航	6757 TT	60.70	842	4.27	-	-	14.2	-	-	-	-	-
平均				3.14	2.79	2.11	14.4	11.0	16.7	199.3	29.2	(29.6)

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；股價日期 2024/10/24。

圖 16：同業評價比較表(續)

公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			調整後每股淨值			股價淨值比(倍)		
				2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
國內同業												
長榮航	2618 TT	37.55	6,303	21.7	18.3	14.5	19.8	20.3	23.9	1.9	1.8	1.6
中華航空	2610 TT	22.15	4,112	10.0	15.2	7.9	12.3	13.3	14.6	1.8	1.7	1.5
台灣虎航	6757 TT	60.70	842	70.9	-	-	9.9	-	-	6.1	-	-
平均				34.2	16.7	11.2	14.0	16.8	19.2	3.3	1.8	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；股價日期 2024/10/24。

圖 17：星宇航空損益表

(NT\$百萬元)	2022A	2023A	1H24A
營業收入	3,362	22,472	16,333
銷貨成本	(6,576)	(18,551)	(12,916)
營業毛利	(3,214)	3,921	3,417
營業費用	(1,890)	(3,442)	(2,040)
營業利益	(5,104)	479	1,376
業外利益	(1,487)	(595)	(476)
稅前純益	(6,591)	(115)	900
所得稅費用	(1,320)	(264)	0
歸屬母公司稅後純益	(5,271)	149	900
調整後每股盈餘(NT\$)	(3.47)	0.08	0.39
股本(億元)	18,117	20,887	25,387
重要比率			
營業毛利率	-95.6%	17.4%	20.9%
營業利益率	-151.8%	2.1%	8.4%
稅前純益率	-196.0%	-0.5%	5.5%
稅後純益率	-156.8%	0.7%	5.5%
年增率			
營業收入	322%	568%	65%
營業利益	--	--	622%
稅後純益	--	--	172%
調整後每股盈餘	--	--	117%

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 18：星宇航空資產負債表

(NT\$百萬元)	2022A	2023A	1H24A
現金及約當現金	1,686	5,641	7,970
存貨	399	1,081	1,309
應收帳款	453	676	1,043
其他流動資產	1,005	2,072	2,045
流動資產	3,544	9,470	12,368
固定資產	9,063	24,170	29,316
使用權資產	32,170	33,119	31,512
其他非流動資產	8,768	2,846	5,782
長期資產	53,545	69,605	78,979
資產總額	57,089	79,075	91,347
合約負債-流動	2,497	5,071	7,019
其他流動負債	8,824	12,468	10,504
流動負債	11,322	17,539	17,522
避險之金融負債-非流動	6,692	29,327	29,389
長期借款	9,118	18,544	23,103
其他非流動負債	24,051	2,597	2,557
長期負債	39,861	50,468	55,049
負債總額	51,183	68,007	72,571
股本	18,117	20,887	25,387
資本公積	550	2,451	3,661
保留盈餘	(12,205)	(11,506)	(8,155)
其他權益	(556)	(764)	(2,118)
權益總額	5,906	11,068	18,775
負債與權益總額	57,089	79,075	91,347
穩定/償債能力分析			
負債權益比 (%)	867%	614%	387%
總負債資產比 (%)	90%	86%	79%
流動比率 (倍)	0.31	0.54	0.71

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 19：星宇航空現金流量表

(NT\$百萬元)	2022A	2023A	1H24A
稅前純益	(6,591)	(115)	900
折舊及攤提	2,605	4,633	2,632
營運資金變動	(998)	8,513	6,132
其他營業資產	1,295	(9,474)	(6,375)
營運活動之現金流量	(1,084)	8,189	5,922
資本支出	(4,680)	(16,235)	(6,023)
其他資產變動	(5,276)	(99)	(5,907)
投資活動之現金流量	(9,956)	(16,334)	(11,929)
本期負債變動	5,692	9,882	2,205
現金增資	7,300	4,986	8,100
發放現金股利	--	--	--
其他	(2,970)	(2,354)	(2,005)
融資活動之現金流量	10,022	12,514	8,300
匯率影響數	1,145	(414)	37
本期產生現金流量	128	3,954	2,330
期初現金餘額	1,558	1,686	5,641
期末現金餘額	1,686	5,641	7,970

資料來源：公司資料、元大投顧整理

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓